

Disclosure of Opinion and Publication on Oi Judicial Reorganization

PHAROL, SGPS SA, for its special relevance, reports an opinion by Gesner Oliveira - Professor of the Getúlio Vargas Foundation in São Paulo - on the "Analysis of the Socioeconomic Impacts of the Approval of the Oi Judicial Reorganization Plan" and an article by the same professor published on June 29, 2018 entitled " Judicial Reorganization of Oi generate a Legal Insecurity in the Country."

PHAROL, SGPS S.A.

Public Company
Share capital Euro 26,895,375
Registered in the Commercial
Registry Office of Lisbon and
Corporation no. 503 215 058

PHAROL is listed on the Euronext
(PHR).
Information may be accessed on
Bloomberg under the symbol PHR
PL.

Luis Sousa de Macedo
Investor Relations Director
ir@pharol.pt
Tel.: +351 212 697 698
Fax: +351 212 697 649



ANÁLISE DOS IMPACTOS
SOCIOECONÔMICOS DA
HOMOLOGAÇÃO DO PLANO DE
RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA OI

Equipe

Gesner Oliveira – Presidente do Conselho Administrativo de Defesa Econômica/Cade (1996-2000); Presidente da Sabesp (2007-10); Ph.D em Economia pela Universidade da Califórnia/Berkeley; Professor da Fundação Getúlio Vargas-SP desde 1990. Professor Visitante da Universidade de Columbia nos EUA (2006); Sócio da GO Associados.

Andréa Zaitune Curi – Doutora em Economia pela Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas-SP. Mestre em Economia pelo Instituto de Pesquisas Econômicas da FEA/USP. Possui mais de dez anos de experiência em consultoria econômica. Especialista na área de pesquisa econômica, com ênfase em métodos e modelos matemáticos, econométricos e estatísticos, atuando principalmente nas áreas de inteligência de mercado, estimação e projeção de demanda, regulação e defesa da concorrência. Coordenadora de Projetos da GO Associados.

Mariana Orsini Machado de Sousa – Doutoranda em Economia pelo Insper. Mestre em Economia pelo Instituto de Pesquisas Econômicas da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (FEA-USP). Bacharel em economia pela Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo/USP. Economista do Banco Itaú/Itaú BBA durante mais de 3 anos, com foco em análise econômica setorial, regional e modelos de projeção. Assessora Econômica da Presidência da Sabesp em 2010-2011. Economista da GO Associados.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	4
2	IMPORTÂNCIA DA OI	8
3	BREVE DESCRIÇÃO DO CASO.....	9
3.1	PROCESSO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA OI.....	9
4	O PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA OI	13
4.1	AS IRREGULARIDADES DO PLANO HOMOLOGADO.....	13
4.2	MEDIDAS ADOTADAS PARA CUMPRIMENTO DA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA	16
5	EFEITOS DE INSEGURANÇA JURÍDICA.....	18
5.1	BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA COORPORATIVA	21
5.1.1	<i>Desrespeito à governança no PRJ da Oi homologado.....</i>	<i>26</i>
5.2	CUSTOS SOCIOECONÔMICOS DA INSEGURANÇA JURÍDICA.....	26
6	QUESTÕES REGULATÓRIAS E IMPACTOS CONCORRENCIAIS.....	32
6.1	QUESTÕES REGULATÓRIAS.....	32
6.2	IMPACTOS CONCORRENCIAIS	33
7	CONCLUSÕES.....	40
	REFERÊNCIAS	43

SUMÁRIO DE QUADROS

QUADRO 1: COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA DA OI.....	10
QUADRO 2: EVOLUÇÃO DO PREÇO DAS AÇÕES DA OI.....	19
QUADRO 3: DOING BUSINESS 2017 – BANCO MUNDIAL	20
QUADRO 4: CONTEXTO E ESTRUTURA DO SISTEMA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	23
QUADRO 5: ESTRUTURA BÁSICA DE UMA MATRIZ INSUMO-PRODUTO	28
QUADRO 6: EXEMPLIFICAÇÃO DOS EFEITOS DE UM AUMENTO DE INVESTIMENTO NO SETOR DE TELEFONIA NA CADEIA NACIONAL.....	29
QUADRO 7: ESQUEMA DE AVALIAÇÃO DE IMPACTO PROVENIENTE DE UM CHOQUE SOBRE UM DADO SETOR DA ECONOMIA	30
QUADRO 8: EFEITOS DOS INVESTIMENTOS NO SETOR DE TELEFONIA	31
QUADRO 9: CONCENTRAÇÃO EM TELEFONIA FIXA.....	34
QUADRO 10: CONCENTRAÇÃO EM TELEFONIA MÓVEL	34
QUADRO 11: CONCENTRAÇÃO EM BANDA LARGA FIXA	35
QUADRO 12: CONCENTRAÇÃO EM TV POR ASSINATURA.....	35
QUADRO 13: CENÁRIOS CONCENTRAÇÃO EM TELEFONIA FIXA.....	37
QUADRO 14: CENÁRIOS CONCENTRAÇÃO EM TELEFONIA MÓVEL.....	37
QUADRO 15: CENÁRIOS CONCENTRAÇÃO EM BANDA LARGA FIXA.....	38
QUADRO 16: CENÁRIOS CONCENTRAÇÃO EM TV POR ASSINATURA	38

1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste Parecer é realizar uma análise, de forma independente, dos impactos socioeconômicos da homologação do plano de recuperação judicial (“PRJ”) da Oi da forma como foi realizado no dia 08 de janeiro deste ano.

A empresa de telefonia Oi foi pioneira na prestação de serviços convergentes no país. A Oi é a maior operadora de telefonia fixa do Brasil. Cerca de metade do país depende da telefonia fixa da Oi e outras empresas de telefonia usam a infraestrutura de sua rede, uma das maiores do mundo. A empresa possui cerca de 50 milhões de clientes e um sistema com 330 mil quilômetros de cabos por todos os municípios brasileiros.

Porém, em 20 de junho de 2016, a Oi entrou com um pedido de recuperação judicial (“RJ”) de sete das empresas do grupo, o qual foi acolhido pela 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. O pedido visava preservar o caixa da companhia e suas operações, enquanto renegociava sua dívida com credores sem que isso comprometesse a companhia e os *stakeholders* a ela associados: clientes, colaboradores, outras empresas de telefonia que usam a infraestrutura da rede da Oi, serviços governamentais, entre outros. A partir de então, a Oi teria de negociar sua dívida com um grupo de credores multifacetado e amplo.

O caso da Oi, passou então, a representar a maior recuperação judicial da história brasileira, pela sua abrangência, pela heterogeneidade do público envolvido, pela complexidade de negociações com credores espalhados pelo Brasil e em outros países.

Após um ano e meio de negociações, discussões e versões preliminares do Plano de Recuperação Judicial apresentadas ao juízo e criticadas por credores, o CEO da Companhia à época, o Sr. Marco Schroeder, renunciou ao cargo semanas antes da Assembleia Geral de Credores (“AGC”) e foi substituído imediatamente pelo então diretor jurídico da Oi, Sr. Eurico Teles. Empoderado pelo Administrador Judicial como único responsável pela negociação, elaboração e apresentação de uma nova versão do PRJ, o novo CEO, em pouco mais de uma semana realizou todas as tratativas com credores e finalizou o plano a ser votado e, conseqüentemente aprovado, em AGC

realizada no dia 20/12/2017. A mesma decisão do juízo que dá plenos poderes ao novo CEO anula qualquer possibilidade de envolvimento por parte do Conselho de Administração nas negociações ou mesmo na elaboração do Plano de Recuperação Judicial da Companhia.

Em resumo, o plano negociado, apresentado e aprovado por credores durante assembleia não foi sequer apresentado para conhecimento do Conselho, contrariando as diligências do Estatuto Social da Companhia. Dias após a assembleia, sem qualquer comunicação formal, o grupo de conselheiros tomou conhecimento sobre detalhes dos termos negociados apenas por intermédio da imprensa.

No dia 08 de janeiro de 2018, após a convocação de acionistas para a realização de uma assembleia para deliberação de itens aprovados no plano, como aumento de capital (contrariando o Estatuto Social da Companhia), a anulação do Conselho de Administração no processo e ações de responsabilidade civil contra o CEO e diretor de relações institucionais da Companhia, o juiz Fernando Viana, da 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro, homologou o plano de recuperação judicial da Oi, cuja dívida totalizava R\$ 64 bilhões com 55 mil credores entre pessoas físicas e jurídicas.

Uma análise detalhada das circunstâncias em que ocorreu indica que esse plano de recuperação judicial da Oi não foi homologado em pleno acordo com os credores, mas aponta para um claro descumprimento das regras de governança em uma companhia de capital aberto.

A decisão foi conduzida unilateralmente pelo CEO, apoiada pela Direção Executiva, mas sem qualquer debate com o Conselho (eleito por acionistas), principal organismo responsável pelo acompanhamento estratégico.

A Companhia realizou um grande esforço de posicionamentos públicos na tentativa de tirar a legitimidade de qualquer manifestação de seus acionistas, inclusive por meio de assembleia geral ordinária devidamente convocada. O colegiado foi obrigado a se reunir em um outro estabelecimento, pois foi impedido de acessar as dependências da companhia da qual também são donos.

Entretanto, mesmo com todas as suas irregularidades expostas, o plano foi homologado pela Justiça.

Apesar de a Oi atravessar uma complexa recuperação judicial, esta é uma empresa de capital aberto e deve seguir padrões de governança, como determina seu estatuto social, o que não foi feito.

Assim, da forma como foi homologado, entende-se que o plano tem potencial de gerar uma série de malefícios socioeconômicos que abrangem desde questões de segurança jurídica e governança, a problemas de cunho concorrenciais em um mercado em que se busca competitividade. O principal risco é a geração de uma jurisprudência que venha a afetar o mercado de capitais e, por consequência, os investimentos no país, podendo trazer perdas irreparáveis para a economia, exatamente em um momento em que se requerem investimentos para a retomada do crescimento.

A fim de discutir as irregularidades e os consequentes impactos socioeconômicos dessa homologação, esse documento está dividido em sete seções, incluindo a presente Introdução.

A Seção 2 descreve a importância da Oi no Brasil.

A Seção 3 apresenta uma breve descrição do caso.

A Seção 4 aponta as irregularidades do plano de recuperação da Oi da forma como homologado e apresenta a incursão judicial conduzida até o momento para que o direito, assegurado pela Legislação Societária, de todos os acionistas, que sofreram retaliação, seja respeitado.

A Seção 5 destaca os efeitos de insegurança jurídica para os acionistas, para a Oi e para o mercado de capitais como um todo. São enfatizadas as distorções relativamente às boas práticas de governança corporativa do plano de recuperação judicial da Oi da forma como homologado, e são estimados os principais impactos socioeconômicos, em termos de produção, emprego, renda e tributos, da não realização de investimentos diante de um cenário de insegurança.

A Seção 6, por sua vez, discute questões regulatórias e os impactos concorrenciais de um desfecho dessa natureza em um setor regulado como o de telecomunicação.

Por fim, a Seção 7 apresenta as principais conclusões do Parecer.

Para a elaboração desse documento, foram utilizadas informações públicas, devidamente citadas ao longo do texto.

2 IMPORTÂNCIA DA OI

O objetivo desta Seção é apresentar a importância da Oi no Brasil.

A Oi é uma concessionária de serviços de telecomunicações do Brasil, pioneira na prestação de serviços convergentes no país. A empresa oferece telefonia fixa, móvel, banda larga, TV por assinatura, transmissão de voz local e de longa distância, e tem, atualmente, a maior rede WiFi do Brasil. A companhia está presente em todo o território nacional e é a empresa que tem a maior capilaridade de rede do Brasil, chegando às áreas remotas do país e promovendo a inclusão digital da população. Além de serviços de telecomunicações para os mercados varejo e corporativo, a Oi oferece soluções de TI inovadoras, hospedadas em plataforma de computação em nuvem, para empresas de todos os portes.

Assim, a Oi é a principal provedora de serviços de telecomunicações do país, com presença nacional integrada. O Serviço Telefônico Fixo Comutado (“STFC”) é oferecido nas Regiões I e II do Plano Geral de Outorgas (“PGO”), que abrange todos os estados da federação exceto São Paulo, além do Distrito Federal. Os contratos de concessão têm vigência até 31 de dezembro de 2025. Além disso, a Oi possui autorização da Agência Nacional de Telecomunicações (“Anatel”) para a prestação de serviços de Telefonia Móvel (“SMP”) em todo o país.

Em março de 2017, a companhia possuía, no Brasil, cerca de 63 milhões de Unidades Geradoras de Receitas (“UGRs”), das quais cerca de 40 milhões estavam no segmento Móvel Pessoal, 16,3 milhões no segmento Residencial e 6,5 milhões no segmento B2B (grandes corporações e pequenas e médias empresas, “PMEs”). Atualmente, a Oi conta com 2 milhões de *hotspots* da rede Oi WiFi em todo o Brasil.

3 BREVE DESCRIÇÃO DO CASO

O objetivo desta seção é apresentar uma breve descrição do caso que envolve o processo de recuperação judicial da Oi.

3.1 Processo de Recuperação Judicial da Oi

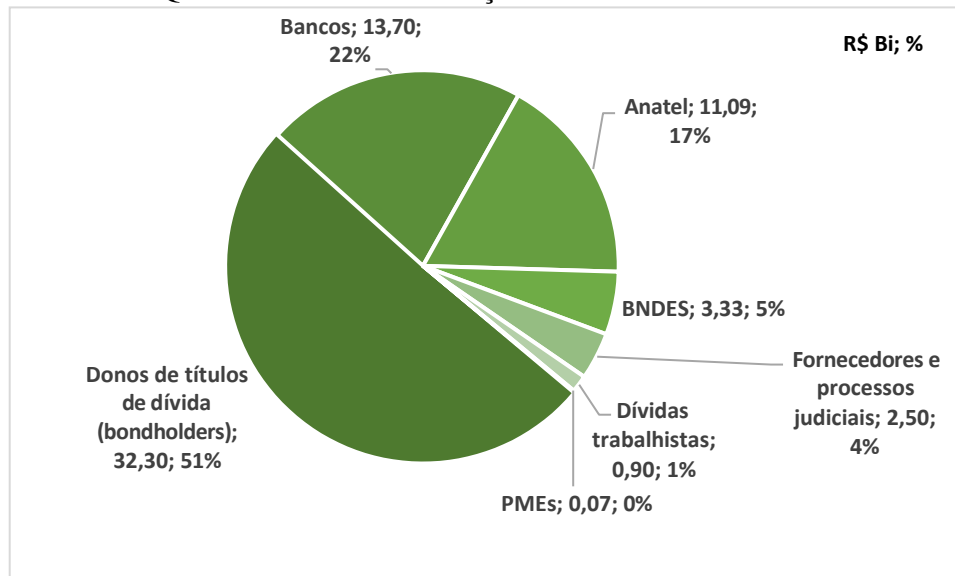
Em 20 de junho de 2016, a Oi entrou com um pedido de recuperação judicial de sete das empresas do grupo, o qual foi acolhido pela 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. O pedido visava preservar o caixa da companhia e suas operações, enquanto renegociava sua dívida com credores sem que isso comprometesse a companhia e os *stakeholders* a ela associados: clientes, colaboradores, outras empresas de telefonia que usam a infraestrutura da rede da Oi, serviços governamentais, entre outros. A partir de então, o grupo de credores com quem a Oi teria de negociar era multifacetado e bastante amplo.

Entre os mais de 55 mil credores estão listados: bancos (públicos e privados); instituições de fomento do Brasil e do exterior (como o BNDES, no caso brasileiro, e o chinês CDB, para ficarmos em apenas dois exemplos); o órgão regulador do setor (Anatel); grandes e pequenos fornecedores (tanto gigantes da tecnologia das telecomunicações quanto pequenas empresas, como papelarias fornecedoras de materiais de escritório e prestadores de serviços de manutenção e vigilância); pessoas físicas com causas trabalhistas ou ações em juizados especiais cíveis. A abundância de credores é transnacional. Entre eles figuram também detentores de títulos de dívida, os chamados *bondholders*, que congregam grandes e pequenos investidores de vários países.

Às vésperas da Assembleia Geral de Credores, já convocada para o dia 19/12/2017, uma decisão do Administrador Judicial afasta o Conselho de Administração da Oi de qualquer envolvimento ou acompanhamento sobre o Plano de Recuperação Judicial a ser apresentado durante a AGC. O juízo da 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro já havia determinado que o novo CEO da Companhia, Sr. Eurico Teles, nomeado após a renúncia do Sr. Marco Schroeder, passaria a ser o único responsável, e com plenos poderes, para negociação, elaboração e apresentação do novo PRJ da Oi aos credores.

Em 08 de janeiro de 2018, o juiz Fernando Viana, da 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro, homologou o plano de recuperação judicial da Oi, cuja dívida totalizava R\$ 64 bilhões, sendo 51% dela com donos de títulos de dívida (*bondholders*) e cerca de 21% com bancos (Quadro 1).

QUADRO 1: COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA DA OI



Fonte: Oi. Elaboração e análise: GO Associados.

Entretanto, uma análise detalhada dos fatos indica que o plano de recuperação judicial da Oi como homologado apresenta uma série de irregularidades, detalhada na próxima seção, com claro descumprimento das regras de governança em uma companhia de capital aberto.

Destacam-se entre as medidas adotadas a proibição de as recuperandas escolherem se irão reembolsar ou não pelas despesas dos financiadores para compensação dos créditos e a extensão do pagamento da taxa de compromisso a todos os envolvidos.

Ao invés de ser realizada em acordo entre credores e acionistas, a decisão foi conduzida unilateralmente pelo CEO, apoiada pela Direção Executiva, mas sem qualquer debate com o Conselho (eleito por acionistas), principal organismo responsável pelo acompanhamento estratégico.

Dentre outros pontos, o plano homologado prevê:

- i. conversão da dívida até o limite de 75% do capital da operadora, permitindo que a Oi seja efetivamente adquirida pelos credores;
- ii. redução da dívida financeira em cerca de 50%, de R\$ 49,4 bilhões para R\$ 23,9 bilhões;
- iii. aporte de R\$ 4 bilhões de recursos novos por credores e acionistas e possibilidade de capitalização de R\$ 2,5 bilhões adicionais via mercado de capitais;
- iv. comissão aos credores e acionistas que participarem da capitalização no percentual de 8% em dinheiro ou 10% em ações;
- v. pagamento da dívida com a Anatel em 20 anos, em parcelamento indexado à Selic e não mais pelo IPCA;
- vi. pagamento das dívidas trabalhistas em 5 parcelas mensais, após 6 meses de carência;
- vii. pagamento da dívida com o BNDES em 15 anos, após 6 anos de carência, com taxa de juros indexada em TJLP + 2.94% ao ano;
- viii. pagamento da dívida com bancos em 17 anos, após 5 anos de carência, com taxa de juros de até 1,75% ao ano para dívida em dólar.

Duas semanas após a homologação do processo de recuperação judicial, a Oi informou que teve uma queda na geração de caixa nos meses de outubro e novembro¹. Em comunicado enviado à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e divulgado pelos administradores judiciais da empresa na noite de 22 de janeiro de 2018, foi reportado que a geração de caixa operacional líquida do grupo foi negativa em R\$ 454 milhões em

¹ Fonte: Agência Brasil de 23 de janeiro de 2018. Disponível em: <http://agenciabrasil.etc.com.br/economia/noticia/2018-01/oi-anuncia-perdas-na-geracao-de-caixa-dos-meses-de-outubro-e-novembro-de>

novembro do ano anterior, após resultado também negativo de R\$ 238 milhões em outubro.

A redução se deu em razão do menor número de dias úteis ante outubro. Ainda de acordo com o comunicado, a rubrica de recebimentos teve redução de R\$ 204 milhões, alcançando R\$ 2,689 bilhões. Os investimentos foram de R\$ 391 milhões, ante R\$ 410 milhões em outubro. Enquanto isso, a conta de pagamentos teve alta de R\$ 31 milhões, chegando a R\$ 2,75 bilhões.

O resultado das operações mostra que a operadora teve uma perda, em novembro, de R\$ 447 milhões em seu caixa, recuando para R\$ 6,877 bilhões. Mesmo assim, o valor ainda é superior aos R\$ 4,2 bilhões que a empresa disse ter no caixa em junho de 2016, quando entrou em recuperação judicial.

Assim, da forma como foi homologado, o plano tem potencial de gerar uma série de malefícios socioeconômicos. O principal risco é a geração de uma jurisprudência que venha a afetar o mercado de capitais e, por consequência, os investimentos no país, abordado na seção 5. Podem ocorrer também problemas de cunho concorrenciais em um mercado em que se busca competitividade, que serão discutidos na seção 6.

4 O PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA OI

O objetivo desta seção é apontar as irregularidades do plano de recuperação judicial da Oi da forma como homologado em 08 de janeiro e apresentar a incursão judicial conduzida até o momento para que o direito, assegurado pela Legislação Societária, de todos os acionistas, que sofreram retaliação, seja respeitado.

A análise das circunstâncias de fato em que o plano de recuperação judicial da Oi foi homologado indicam descumprimento das regras de governança em uma companhia de capital aberto. Assim, as ações na esfera judicial conduzidas se fazem necessárias diante do exposto, para cumprimento da Legislação Societária em prol de todos os acionistas.

4.1 As irregularidades do plano homologado

Primeiramente, é importante notar que o PRJ foi aprovado pela Assembleia Geral de Credores, sem uma deliberação do Conselho de Administração. A decisão judicial anulou o Conselho de sua função primeira, que é a de acompanhamento da gestão da Companhia.

Em nossa análise, a deliberação do Conselho de Administração seria necessária para aprovar o PRJ, o que nos leva a concluir que a homologação ocorreu em desacordo com o previsto na Lei das S.A. (“LSA”) e na Lei de Recuperação Judicial (“LRJ”). Contrariando a legislação, foi dado ao CEO pleno poder para decidir, negociar e implementar, sozinho, o PRJ, desobrigando-o de responder qualquer tipo de questionamento sobre seu *modus operandi*.

O Conselho de Administração desconhecia, até dois dias após a AGE, os termos apresentados e negociados com credores. Viram o futuro da Companhia ser decidido sem qualquer tipo de participação, nem mesmo como espectadores.

Ou seja, durante a homologação do Plano, o Conselho de Administração foi impedido sumariamente de emitir qualquer manifestação sobre o plano a ser negociado.

Este Conselho é eleito por acionistas e possui um papel estratégico na companhia, além de relevante participação nos investimentos.

Dessa forma, os acionistas, que, de fato, investiram na viabilidade do negócio não puderam emitir opinião em detrimento de investidores que visualizaram interesse próprio. Além de investirem na viabilidade do negócio, os acionistas viram seu patrimônio evaporar nos últimos anos com a desvalorização da companhia. Contrário a isso, investidores especulativos tiveram todo o benefício e preferência na condução do PRJ.

No entendimento da GO Associados, os termos acordados e contemplados no PRJ trazem uma situação de evidente desequilíbrio. Em outras palavras, um plano equilibrado a todos os *stakeholders* preconiza o não-favorecimento a nenhuma das partes, não havendo ganhadores, pois todos perderiam um pouco. Porém, o plano foi aprovado no escuro. Apenas um lado tinha ciência de seu conteúdo: os credores. Os acionistas foram impossibilitados, inclusive, de exercer seu direito de pedir a falência da Companhia, se, assim, julgassem necessário.

Assim, dentre as principais irregularidades cabe mencionar:

- i. Destituição e nomeação indevida de integrantes do Conselho de Administração, usurpando a competência da Assembleia Geral, em flagrante violação das regras de composição e nomeação previstas na lei e no Estatuto Social da Oi;
- ii. Fixação de regra de resolução de conflitos entre Acionistas e Companhia distinta da prevista no Estatuto Social da Oi;
- iii. Operações de aumento de capital, que resultarão em diluição injustificada dos acionistas, ao definir o preço de emissão com base em avaliação que não reflete o real valor de mercado da Oi, e que somente poderiam ser realizados após a disponibilização de todas as informações necessárias aos acionistas (quantidade de ações, valor de emissão e avaliação econômica atualizada) e prévia deliberação da AGE da Oi;

- iv. Fixação de privilégios indevidos para determinado grupo de credores, que receberiam comissões e a entrega gratuita de valores mobiliários da Oi, sem a garantia de contraprestação, em prejuízo da Companhia e de seus acionistas, o que, inclusive, já foi questionado pela autoridade reguladora, a Anatel.

Mesmo com todas estas irregularidades, o plano foi homologado pela Justiça.

A decisão justificou a medida no aparente conflito de interesses entre os acionistas, o corpo diretivo da companhia e os “credores relevantes”, para supostamente assegurar estabilidade à companhia na condução das negociações das condições do plano e do processo de soerguimento da Oi e das outras empresas do grupo.

Ou seja, decidiu-se que o interesse de uma companhia aberta não mais pertenceria àqueles que possuem o poder-dever de preservá-lo, mas sim foram erroneamente transmitidos a um único indivíduo, apenas com base em um critério não previsto em lei e criado, sem precedentes, pela decisão agravada, obstando os conselheiros e determinados diretores da companhia de participarem do processo de recuperação da Oi.

Ademais, tal forma de se conduzir um processo de recuperação judicial causa ainda mais instabilidade, já que os acionistas se veem obrigados a tutelar seus direitos de forma litigiosa em outras esferas que fogem da estrutura interna de poder e controle (governança) da Companhia.

Por fim, não se pode acreditar que o afastamento dos administradores e diretores da Oi atenda ao melhor interesse das empresas do grupo em recuperação judicial.

Dessa forma, as irregularidades aqui mencionadas promoveram uma verdadeira intervenção em uma sociedade de capital aberto sem que houvesse a menor justificativa para tanto e, além disso, conferiu poderes legalmente indelegáveis a uma pessoa que não pode deles dispor, em evidente prejuízo do Conselho de Administração, da Diretoria e da própria Oi, que se tornou refém das arbitrariedades de uma única pessoa.

4.2 Medidas adotadas para cumprimento da Legislação Societária

As irregularidades aqui apontadas do plano de recuperação judicial da Oi da forma como homologado indicam claro descumprimento das regras de governança em uma companhia de capital aberto.

Assim, medidas de incursão judicial são necessárias para que o direito, assegurado pela Legislação Societária, de todos os acionistas, que sofreram retaliação, seja respeitado.

Temas relativos à governança e ao futuro aumento de capital previsto devem passar pelo crivo de assembleia de acionistas.

Além disso, o estatuto social da Oi estabelece que impasses como este, envolvendo administradores, acionistas e diretoria devem ser resolvidos na Câmara de Arbitragem do Mercado.

Em assembleia para acionistas não reconhecida pela Oi, realizada no dia 07 de fevereiro de 2018, representantes da Pharol², do fundo Societé Mondiale³, junto a outros participantes, inclusive o BNDES (que optou por se abster) aprovaram ações de responsabilidade civil contra o atual presidente da Oi, Eurico Teles, e o diretor financeiro, Carlos Brandão.

Além disso, a Pharol protocolou dois agravos de instrumento. O primeiro deles pede a anulação da homologação do plano de recuperação judicial. O segundo visa afastar

² A portuguesa Pharol, ex-Portugal Telecom, é a maior acionista individual da Oi, detentora de 22,24% das ações ordinárias.

³ Maior acionista individual da empresa à época, com 5,28% de participação.

a nomeação judicial de Eurico Teles para elaborar e negociar o plano de recuperação judicial da Oi.

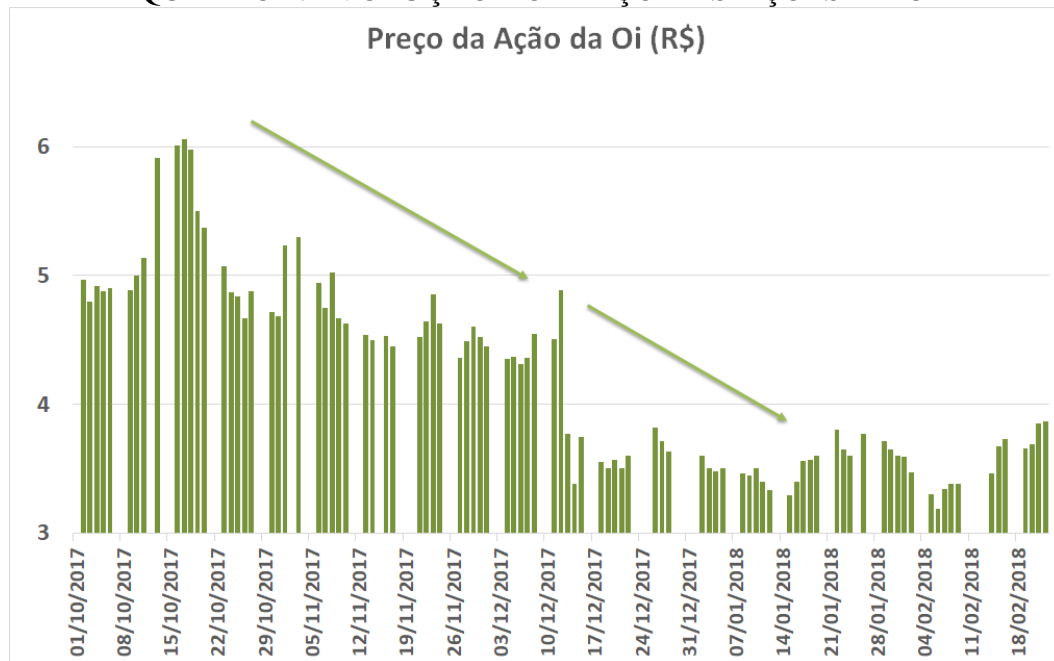
5 EFEITOS DE INSEGURANÇA JURÍDICA

Essa seção destaca os efeitos de insegurança jurídica para os acionistas, para a Oi e para o mercado de capitais como um todo. São enfatizadas as distorções relativamente às boas práticas de governança corporativa do plano de recuperação judicial da Oi da forma como homologado, e estimados os principais impactos socioeconômicos, em termos de produção, emprego, renda e tributos, da não realização de investimentos no setor diante de um cenário de insegurança.

O conjunto de malefícios mencionado anteriormente tem como principal risco a geração de uma jurisprudência que venha a afetar o mercado de capitais e, por consequência, os investimentos no país. Mais do que o futuro de uma empresa, são prejuízos que podem afetar a estabilidade legal do país como um todo e seu crescimento econômico.

Independentemente das disputas e dos litígios em torno da homologação da recuperação judicial da Oi, a **falta de conformidade do plano com a Lei das S.A. e a Lei de RJ é demonstração de ausência de segurança jurídica no país.** Economicamente, tal cenário cria instabilidade para o investidor. Assim, não é de se estranhar que a disputa judicial esteja fazendo com que o valor das ações da empresa apresente forte queda. Desde seu pico em outubro de 2017 até fevereiro de 2018, as ações da Oi já caíram mais de 25% (Quadro 2).

QUADRO 2: EVOLUÇÃO DO PREÇO DAS AÇÕES DA OI



Fonte: Bloomberg.

Apesar da importância estratégica dos investimentos para o Brasil, questões burocráticas e jurídicas ainda são os maiores entraves para que estes aconteçam. Não apenas no setor de telefonia, a insegurança jurídica prejudica vários outros setores da economia brasileira. A incerteza e a desconfiança acabam levando à corrupção, à ineficiência e ao desperdício. As constantes mudanças das “regras do jogo” atrapalham a tomada de decisão das empresas e inibem novos investimentos.

A modificação unilateral do contrato não pode ser decorrente de decisão de agência reguladora nem mesmo do Poder Judiciário, a não ser no caso de inconstitucionalidade ou de ilegalidade flagrante. No entanto, no Brasil, os contratos correm riscos legislativos, regulatórios e até judiciais, devendo incluir, nas suas previsões, os custos decorrentes de modificações imprevisíveis e incomensuráveis.

Além da insegurança jurídica, outros problemas ligados a impostos e burocracia atrapalham os negócios no Brasil. Segundo o ranking do Doing Business de 2017⁴, o Brasil ocupa a 125ª posição entre 190 países. Dentre os quesitos levantados para o ranking, o Brasil encontra-se nas piores colocações para obtenção de alvará (170) e pagamento de impostos (184). Para a resolução de insolvências, como é o caso da disputa judicial da Oi, o país ocupa a 80ª posição no ranking (Quadro 3).

QUADRO 3: DOING BUSINESS 2017 – BANCO MUNDIAL

Brasil	Classificação no ranking
Abertura de empresas	176
Obtenção de alvarás de construção	170
Obtendo eletricidade	45
Registro de propriedades	131
Obtenção de crédito	105
Proteção dos investidores minoritários	43
Pagamento de impostos	184
Comércio internacional	139
Execução de contratos	47
Resolução de Insolvência	80
Classificação relativa à facilidade para fazer negócios	125

Fonte: Doing Business/ Banco Mundial.

Assim, problemas com burocracia e tributação são os que mais atrapalham o desenvolvimento do país. Além disso, regras conflitantes e mal delimitadas reduzem a eficiência do mercado, uma vez que obrigam empresas a gastar tempo produtivo em busca de soluções mais adequadas para problemas jurídicos, como vem sendo o caso da Oi.

⁴ Ranking calculado anualmente pelo Banco Mundial para uma série de países, onde as economias são classificadas pelo grau de facilidade de se fazer negócios, indo de 1 a 190. Uma posição próxima ao topo do ranking significa que o ambiente regulatório é mais propício para a criação e operação de uma empresa local. Os rankings são determinados de acordo com a classificação da distância até fronteira em 10 tópicos, cada um com o mesmo peso e sendo composto por vários indicadores. As classificações de todas as economias são determinadas até junho de 2017

O país precisa, assim, direcionar seus esforços para garantia do respeito às cláusulas contratuais, e assim atrair o capital privado, nacional e estrangeiro, para os investimentos em projetos de infraestrutura. Assim, o estabelecimento de regras claras, uniformes, que não fomentem diferentes interpretações, constitui uma forma de tornar mais eficiente o uso dos recursos das empresas brasileiras.

5.1 Boas práticas de governança corporativa

A Governança Corporativa resume-se como um conjunto de boas práticas para aumentar a confiança das partes interessadas (investidores, acionistas, fornecedores, colaboradores, etc.) perante aos administradores de uma empresa. Por meio de princípios como a transparência e de mecanismos que proporcionem um melhor desempenho econômico, muitas instituições estão mudando a forma de gerir e controlar o seu negócio, e claro, melhorando continuamente seus resultados financeiros (e seus resultados intangíveis) com a aplicação das melhores práticas de Governança Corporativa.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”)⁵, define-se:

“Governança Corporativa como o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”

E,

“as boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização,

⁵ <http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>

facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum”.

A Governança Corporativa funciona estabelecendo várias “regras” que somadas dão sentido à rotina do negócio, gerando mais agilidade, transparência e autonomia às atividades da empresa, independente de que tamanho ela seja.

Isso se aplica a tomadas de decisão estratégicas, como iniciar um novo projeto, até contextos de impasse entre sócios ou diretoria. A governança é indispensável desde o início.

Os quatro princípios básicos de Governança Corporativa permeiam, em maior ou menor grau, as práticas que com sua adoção resultam em um clima de confiança tanto internamente como nas relações com terceiros⁶.

- *Transparência*: consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações das cooperativas com terceiros.
- *Equidade*: caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.

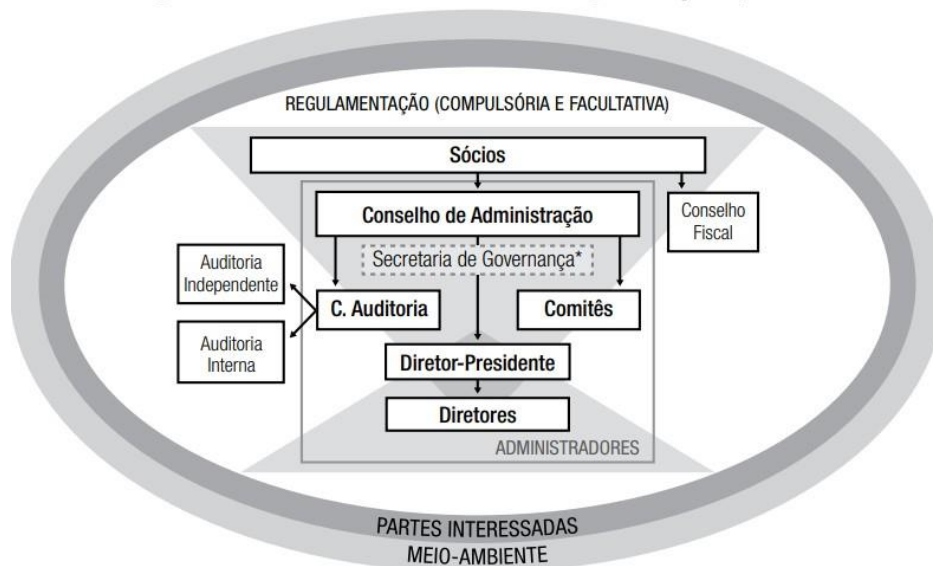
⁶ IBGC (2015a, 2015b)

- *Prestação de Contas (accountability)*: os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.
- *Responsabilidade Corporativa*: os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazo.

O Quadro 4 sintetiza o sistema de governança.

O Conselho de Administração é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Ele exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e do sistema de governança da organização, sendo seu principal componente.

QUADRO 4: CONTEXTO E ESTRUTURA DO SISTEMA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA



* O profissional da secretaria de governança não é administrador, apesar de inserido junto aos demais órgãos do âmbito dos administradores.

Fonte: IBGC (2015a)

Além de decidir os rumos estratégicos do negócio, compete ao Conselho de Administração, conforme o melhor interesse da organização, monitorar a diretoria, atuando como elo entre esta e os sócios.

Os membros do Conselho de Administração são eleitos pelos sócios. Na qualidade de administradores, os conselheiros possuem deveres fiduciários para com a organização e prestam contas aos sócios nas assembleias. De forma mais ampla e periódica, também prestam contas aos sócios e às demais partes interessadas por meio de relatórios periódicos.

O conselheiro tem seus deveres perante a organização. O conceito de representação, pelo conselheiro, de qualquer parte interessada, é inadequado.

O desempenho do Conselho de Administração depende do respeito e da compreensão das características de cada um de seus membros, sem que isso implique ausência de debates de ideias. Portanto, a diversidade de perfis é fundamental, pois permite que a organização se beneficie da pluralidade de argumentos e de um processo de tomada de decisão com maior qualidade e segurança.

Todos os conselheiros, uma vez eleitos, têm responsabilidade para com a organização, independentemente do sócio, grupo acionário, administrador ou parte interessada que o tenha indicado para o cargo.

Os conselheiros devem atuar de forma técnica, com isenção emocional, financeira e sem a influência de quaisquer relacionamentos pessoais ou profissionais. Os conselheiros devem criar e preservar valor para a organização como um todo, observados os aspectos legais e éticos envolvidos.

Podem ser identificadas três classes de conselheiros:

- Internos: conselheiros que ocupam posição de diretores ou que são empregados da organização;
- Externos: conselheiros sem vínculo atual comercial, empregatício ou de direção com a organização, mas que não são independentes, tais como

ex-diretores e ex-funcionários, advogados e consultores que prestam serviços à empresa, sócios ou empregados do grupo controlador, de sua controlada direta, controladas ou do mesmo grupo econômico e seus parentes próximos e gestores de fundos com participação relevante;

- Independentes: conselheiros externos que não possuem relações familiares, de negócio, ou de qualquer outro tipo com sócios com participação relevante, grupos controladores, executivos, prestadores de serviços ou entidades sem fins lucrativos que influenciem ou possam influenciar, de forma significativa, seus julgamentos, opiniões, decisões ou comprometer suas ações no melhor interesse da organização.

O papel dos conselheiros independentes é especialmente importante em companhias com capital disperso, sem controle definido, em que o papel predominante da diretoria deve ser contrabalançado. Os conselheiros independentes devem assumir maior protagonismo nas discussões, caso haja acúmulo dos cargos de diretor-presidente e presidente do conselho de administração.

A Assembleia Geral tem papel fundamental. Este é o órgão de participação direta pelo qual os sócios tratam das grandes decisões da organização, e o momento relevante de prestação de contas e exercício de transparência pela administração, constituindo uma oportunidade valiosa para que os sócios possam contribuir com a organização, apresentando ideias e opiniões.

As regras de convocação da assembleia geral (ex.: forma e agenda, incluindo exposição da ordem do dia, local, data e horário) devem favorecer a presença do maior número possível de sócios e conferir tempo adequado para que eles se preparem para a deliberação. A organização deve facilitar a participação na assembleia geral.

A pauta da assembleia geral e a documentação pertinente devem ser fornecidas aos sócios na data da primeira convocação de modo acessível, inclusive de forma eletrônica.

5.1.1 Desrespeito à governança no PRJ da Oi homologado

Como se observa, as regras de boas práticas de governança não foram respeitadas no plano de recuperação judicial da Oi, uma companhia de capital aberto, da forma como homologado. Assim, tem-se graves consequências para a empresa com centralização do poder na mão de uma pessoa e a ausência de “voz” dos principais acionistas. Tratou-se de uma decisão conduzida unilateralmente pelo CEO e apoiada pela Direção Executiva, sem qualquer debate com o Conselho, principal organismo responsável pelo acompanhamento estratégico em uma empresa listada em bolsa de valores.

O Conselho de Administração foi, assim, impedido de emitir qualquer manifestação sobre o plano a ser negociado; e por outro lado, contrariando a legislação societária, foi dado ao CEO pleno poder para decidir, negociar e implementar, sozinho, o PRJ, desobrigando-o de responder qualquer tipo de questionamento sobre sua forma de conduzir o plano.

A Companhia realizou uma intensa campanha de desinformação na tentativa de tirar a legitimidade de qualquer manifestação de seus acionistas, inclusive por meio de assembleia geral ordinária devidamente convocada. O colegiado foi obrigado a se reunir em um outro estabelecimento pois fora impedido de acessar as dependências da companhia da qual também são donos.

O resultado é que os termos acordados e contemplados no PRJ trazem uma situação de evidente desequilíbrio, em benefício apenas dos credores.

Em resumo, apesar de a Oi atravessar uma complexa Recuperação Judicial, ainda é uma empresa de capital aberto e deve seguir padrões de governança, como determina seu estatuto social.

5.2 Custos socioeconômicos da insegurança jurídica

Como enfatizado, problemas relacionados à insegurança jurídica podem impedir que investimentos sejam realizados. Assim, nesta subseção é realizada uma análise do

custo econômico da insegurança jurídica no setor de telefonia na cadeia produtiva nacional.

Dessa forma, parte-se do pressuposto que a insegurança jurídica inibe investimentos e é feita uma análise do potencial de perda de produto na economia nacional para cada RS 1 bilhão a menos investido no setor.

A análise é feita através da metodologia da Matriz Insumo-Produto (“MIP”) do IBGE⁷. Essa metodologia considera que a economia constitui um sistema integrado de diversos setores interdependentes. Assim, os impactos sofridos por um setor influenciam os demais setores em maior ou menor grau, dependendo da importância relativa de suas relações na economia.

Esse sistema de interdependência foi desenvolvido pelo economista Wassily Leontief por meio de uma tabela de insumo-produto (Guilhoto, 2010). Os setores da economia compram e vendem uns para os outros e, em geral, um determinado setor interage com alguns outros apenas. A metodologia desenvolvida por Leontief mostra como as diferentes atividades se interligam direta ou indiretamente, caracterizando o equilíbrio entre a oferta e a demanda da economia.

Em um sistema econômico, a parcela da produção total utilizada por outros setores produtivos é denominada de consumo intermediário. A produção que é consumida pelas famílias, pelo governo, pelos investimentos ou exportada representa a demanda final. Esses dois componentes constituem a demanda total (Quadro 5).

⁷ A matriz insumo-produto utilizada neste estudo foi estimada a partir da metodologia apresentada por Guilhoto & Sesso (2005). A matriz utiliza as tabelas de Usos e Recursos das Contas Nacionais publicadas pelo IBGE em sua construção, as quais contêm 110 produtos e 56 setores.

QUADRO 5: ESTRUTURA BÁSICA DE UMA MATRIZ INSUMO-PRODUTO

	SETORES DE DESTINO		
SETORES DE ORIGEM	CONSUMO INTERMEDIÁRIO (MATRIZ Z)		DEMANDA FINAL (Y)
			PRODUÇÃO TOTAL (X)
	IMPORTAÇÃO (I)		
	IMPOSTOS INDIRETOS LÍQUIDOS (IIL)		
	VALOR ADICIONADO (W)		
	PRODUÇÃO TOTAL (X ^T)		

Fonte: HIRATUKA, et al. (2009).

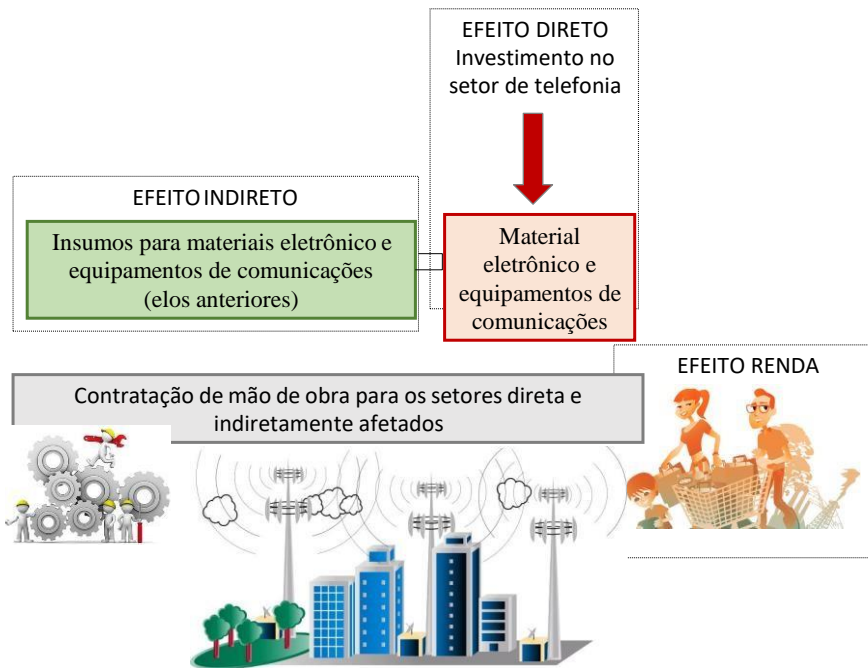
Dessa forma, é realizada uma estimativa dos efeitos diretos e indiretos (inclusive efeito renda) na cadeia produtiva em termos de produção, massa de renda, emprego e arrecadação de impostos de um aumento da produção nacional relacionada aos investimentos no setor de telecomunicações.

O racional é que um aumento nos investimentos no setor de telefonia (**efeito direto**) aumenta a produção de outros segmentos para fazer frente à elevação inicial gerada pelos recursos alocados. Setores fornecedores de insumos vão produzir mais para atender a essa nova realidade, de modo que um choque positivo gera um efeito em cadeia, com um efeito maior do que o choque inicial (**efeito indireto**). O choque inicial, ocorrido em função do aumento dos investimentos no setor de telecomunicações, tem impacto sobre os rendimentos do trabalho e, por conseguinte, sobre o consumo das famílias (**efeito renda**), caracterizando um impacto do aumento da produção sobre os salários e, consequentemente, sobre o consumo.

Em síntese, o efeito direto ocorre nos setores ligados aos investimentos em função do aumento de demanda nestes, o efeito indireto ocorre pelo aumento do consumo dos insumos necessários para atender a maior demanda nesses setores, como por exemplo um aumento na demanda no setor de construção vai gerar aumento de demanda por insumos para esse setor, como cimento, asfalto, brita etc. Finalmente, o efeito renda é consequência do impacto sobre o consumo de diversos bens e serviços pelas famílias, em

função do aquecimento econômico, dado que trabalhadores precisam ser contratados para atender a demanda adicional dos setores direta e indiretamente afetados pelos investimentos (Quadro 6).

QUADRO 6: EXEMPLIFICAÇÃO DOS EFEITOS DE UM AUMENTO DE INVESTIMENTO NO SETOR DE TELEFONIA NA CADEIA NACIONAL



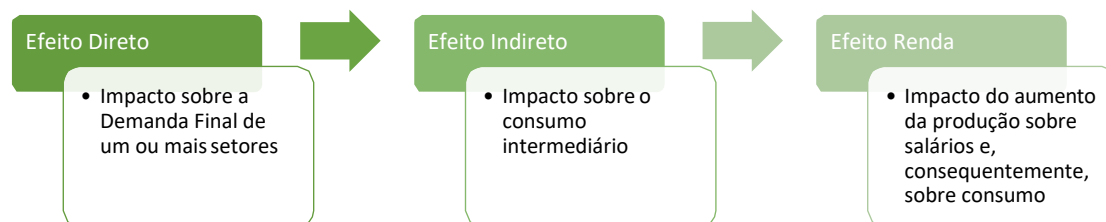
Elaboração: GO Associados.

Assim, o efeito total resultante é, então, decomposto em três:

- (i) Efeito direto, que corresponde ao choque inicial aplicado;
- (ii) Efeito indireto, que é representado pelo impacto do choque inicial sobre as variáveis dos setores acionados; e
- (iii) Efeito renda, decorrente dos impactos do choque inicial sobre os rendimentos do trabalho e, por conseguinte, sobre o consumo das famílias.

O Quadro 7 resume a decomposição desse impacto.

QUADRO 7: ESQUEMA DE AVALIAÇÃO DE IMPACTO PROVENIENTE DE UM CHOQUE SOBRE UM DADO SETOR DA ECONOMIA



Elaboração: GO Associados.

Para o exercício, assumiu-se que os investimentos no setor de telecomunicações impactam predominantemente o setor de material eletrônico e equipamentos de comunicações. Dessa forma, o valor bruto da produção no setor “Material eletrônico e equipamentos de comunicações” foi elevado em R\$ 1 bilhão. Tal valor é inserido na matriz de multiplicadores de impacto, que calcula o efeito desses no total da economia.

Os resultados são apresentados no Quadro 8. A cada R\$ 1 bilhão investido para ampliação e melhorias do setor de telecomunicação, foi identificado um choque positivo neste setor, que se propaga pelos demais setores a partir de seus efeitos multiplicadores, e gera um incremento na economia como um todo, (produção nacional) de R\$ 3,04 bilhões. A maioria deste incremento ocorreria no setor industrial (R\$ 2,02 bilhões).

Esses investimentos teriam potencial de gerar cerca de 31,5 mil postos de trabalho, principalmente na indústria e no setor de serviços. Este aumento, por sua vez, permitiria uma expansão da massa salarial da ordem de R\$ 419,4 milhões. Esses aumentos totais da demanda e dos empregos na economia têm potencial de gerar um incremento da arrecadação de tributos de cerca de R\$ 306,3 milhões.

QUADRO 8: EFEITOS DOS INVESTIMENTOS NO SETOR DE TELEFONIA

Resultados Investimentos	Total	Agropec.	Indústria	Serviços
Produção (R\$ milhões)				
Total	3.036,4	78,2	2.025,9	932,2
Produção direta	1.000,0	0,0	1.000,0	0,0
Produção indireta	994,8	6,4	606,3	382,1
Produção efeito-renda	1.041,6	71,8	419,5	550,2
Total	31.492	4.758	9.487	17.247
Empregos diretos	3.075	0	3.075	0
Empregos indiretos	8.705	416	3.219	5.069
Empregos efeito-renda	19.711	4.341	3.192	12.178
Total	419,4	12,6	209,3	197,5
Salários diretos	93,4	0,0	93,4	0,0
Salários indiretos	150,1	1,0	70,8	78,3
Salários efeito-renda	175,9	11,6	45,1	119,2
Total	306,3			

Elaboração e análise: GO Associados.

Assim, concluímos que a insegurança jurídica atrapalha, não só o bom andamento de uma empresa em particular, mas também o bom andamento dos investimentos em seu setor, podendo trazer **perdas irreparáveis para o país, exatamente em um momento em que se requerem investimentos para a retomada do crescimento.**

6 QUESTÕES REGULATÓRIAS E IMPACTOS CONCORRENCIAIS

O objetivo dessa seção é apresentar as questões regulatórias e os impactos concorrenciais de um desfecho dessa natureza em um setor regulado como o de telecomunicações.

O desrespeito à Lei das S.A. gera efeitos concorrenciais danosos na medida em que afasta investidores externos e concentra o mercado.

6.1 Questões regulatórias

O setor de telecomunicação passou, nos últimos anos, por grande revolução tecnológica com a disseminação da telefonia móvel e da banda larga. Em contrapartida, houve retração na demanda por serviços de telefonia fixa, até então o único serviço essencial do setor. Telecomunicações é um segmento altamente dinâmico da indústria da informação, que está fortemente associado ao progresso técnico. A regulação precisa acompanhar tais mudanças sob pena de gerar fortes distorções e prejudicar o consumidor.

Para entender a regulação deste setor no Brasil, deve-se compreender seu objetivo central: a universalização. Por universalização, entende-se o compromisso de levar a telefonia para cidadãos de menor renda e que habitam áreas mais periféricas. Quanto mais expandido o mercado, maiores os custos para prover os serviços. Assim, torna-se menos atraente levar o sistema para regiões mais remotas, onde os custos são elevados e os potenciais clientes não possuem condições para pagar por serviços caros. Faz-se necessário, portanto, a ação de um órgão regulador, que promova incentivos para que a telefonia chegue nas áreas mais distantes.

Além disso, a regulação deve ser responsável por proporcionar condições favoráveis para que o mercado se desenvolva com equilíbrio entre os agentes, de modo a gerar benefícios à sociedade.

6.2 Impactos concorrenciais

O setor de telecomunicação é caracterizado por empresas verticalmente integradas, estando presente em diversas áreas: mercado de telefonia móvel, telefonia fixa, televisão a cabo e dados. As grandes empresas do setor correspondem por mais de 99% do mercado, mesmo com todas as medidas tomadas pela Anatel em prol da competição.

Dessa forma, demonstra-se nessa seção que a aquisição do controle da Oi por investidor externo é melhor concorrencialmente do que por um dos *playeres* já estabelecidos no mercado nacional, pois mantém um cenário competitivo com quatro empresas fortes concorrendo no mercado.

A Lei nº 12.529/11, bem como a regulamentação do Cade, presume posição dominante quando um agente detém participação de 20% ou mais de um mercado relevante. Dessa forma, operações que geram concentrações superiores a este patamar geralmente merecem uma maior atenção por parte da autoridade concorrencial.

Este, contudo, não é o único (e nem o mais importante) índice utilizado para se analisar atos de concentração horizontal. Nesse sentido, o Herfindahl-Hirschman Index (“HHI”) é um dos critérios adotados pelo Cade (e diversas outras autoridades concorrenciais no mundo) para verificar se uma operação gera ou não impactos anticompetitivos no referido mercado, tendo inúmeras vantagens à análise estática das participações de mercado dos agentes envolvidos em uma operação.

O cálculo deste índice é feito a partir da soma dos quadrados das participações de mercado de cada empresa. Assim,

- Mercado com HHI menor que 1.500 é considerado um mercado desconcentrado;
- Mercado com HHI entre 1.500 e 2.500 é considerado um mercado moderadamente concentrado; e

- Mercado com HHI acima de 2.500 é considerado como um mercado altamente concentrado.

O Quadro 9, o Quadro 10, o Quadro 11 e o Quadro 12 mostram que os mercados de telefonia fixa, telefonia móvel, banda larga fixa e TV por assinatura, respectivamente, possuem HHI acima de 2.500, sendo considerados como mercados altamente concentrados.

QUADRO 9: CONCENTRAÇÃO EM TELEFONIA FIXA

Telefonia Fixa	
Vivo	34,7%
Oi	33,2%
Claro	26,7%
Algar	2,7%
TIM	1,7%
Copel	0,6%
Outras	0,4%
<i>Brasil*</i>	40.760
C4	97,3%
HHI	3.030

Fonte: Teleco, dados para o 4T/17. Elaboração e análise: GO Associados. Nota: (*) total de acessos.

QUADRO 10: CONCENTRAÇÃO EM TELEFONIA MÓVEL

Telefonia Móvel	
Vivo	31,7%
Claro	25,0%
TIM	24,8%
Oi	16,5%
Nextel	1,2%
Algar	0,6%
Sercomtel	0,0%
MVNO's	0,3%
<i>Brasil**</i>	236.489
C4	97,9%
HHI	2.515

Fonte: Teleco, dados para o 4T/17. Elaboração e análise: GO Associados. Nota: (**) total de celulares (Milhares).

QUADRO 11: CONCENTRAÇÃO EM BANDA LARGA FIXA

Banda Larga Fixa	
Claro	31,0%
Vivo	26,5%
Oi	22,0%
Algar	1,9%
TIM	1,4%
Sky	1,3%
Sercomtel	0,8%
Outras	15,1%
<i>Brasil***</i>	<i>28.670</i>
C4	81,4%
HHI	3.344

Fonte: Teleco, dados para o 4T/17. Elaboração e análise: GO Associados. Nota: (***) Acessos Banda Larga Fixa das Operadoras (Milhares).

QUADRO 12: CONCENTRAÇÃO EM TV POR ASSINATURA

TV por Assinatura***	
Grupo Claro*	50,8%
Sky	30,0%
Vivo**	8,9%
Oi	8,5%
Nossa TV	0,7%
Algar	0,4%
Cabo	0,0%
Outros	0,7%
<i>Brasil</i>	<i>17.857</i>
C4	98,2%
HHI	6.214

Fonte: Teleco, dados para o 4T/17. Elaboração e análise: GO Associados. Notas: (*) Grupo Claro incluem acessos da Blue. (**) Vivo inclui acessos da GVT. (***) Não foram divulgados os dados de junho a setembro de 2017.

Os critérios adotados pelo Cade para verificar se uma operação gera ou não impactos anticompetitivos se baseiam no incremento do HHI após a operação, conforme apresentado a seguir:

- Pequena alteração na concentração: operações que resultem em variações de HHI inferiores a 100 pontos ($\Delta\text{HHI} < 100$) provavelmente não geram efeitos

competitivos adversos e, portanto, usualmente não requerem análise mais detalhada;

- Concentrações que geram preocupações em mercados não concentrados: se o mercado, após o AC, permanecer com HHI inferior a 1.500 pontos, a operação não deve gerar efeitos negativos, não requerendo, usualmente, análise mais detalhada;
- Concentrações que geram preocupações em mercados moderadamente concentrados: operações que resultem em mercados com HHI entre 1.500 e 2.500 pontos e envolvam variação do índice superior a 100 pontos ($\Delta\text{HHI} > 100$) têm potencial de gerar preocupações concorrenciais, tornando recomendável uma análise mais detalhada;
- Concentrações que geram preocupações em mercados altamente concentrados: operações que resultem em mercados com HHI acima de 2.500 pontos, e envolvam variação do índice entre 100 e 200 pontos ($100 \leq \Delta\text{HHI} \leq 200$) têm potencial de gerar preocupações concorrenciais, sugerindo uma análise mais detalhada. Operações que resultem em mercados com HHI acima de 2.500 pontos, e envolvam variação do índice acima de 200 pontos ($\Delta\text{HHI} > 200$) presumivelmente geram aumento de poder de mercado.

A partir do Herfindahl-Hirschman e de sua variação em função de um ato de concentração, é possível analisar cenários de fusão e aquisição no setor de telefonia que envolvam a aquisição da Oi.

Foram analisados quatro cenários de aquisição da Oi em cada um dos mercados relevantes de atuação da empresa: (i) atual, que corresponde à aquisição da Oi por um investidor externo (entrante no mercado nacional); (ii) aquisição pela Vivo, (iii) aquisição pela Claro; e (iv) aquisição pela TIM.

O Quadro 13, o Quadro 14, o Quadro 15 e o Quadro 16 apresentam os resultados das análises para os mercados de telefonia fixa, telefonia móvel, banda larga fixa e TV por assinatura, respectivamente.

Tem-se que, com apenas duas exceções – aquisição da Oi pela TIM nos mercados de telefonia fixa e de banda larga fixa –, as possíveis aquisições da Oi por *playeres* nacionais geram aumento de concentração muito elevado (variação do HHI acima de 200 pontos), existindo uma grande possibilidade de exercício de poder coordenado entre as empresas nestes mercados.

QUADRO 13: CENÁRIOS CONCENTRAÇÃO EM TELEFONIA FIXA

Telefonia Fixa				
	Atual	Cenário Vivo+Oi	Cenário Claro+Oi	Cenário TIM+Oi
Vivo	34,7%	67,9%	34,7%	34,7%
Oi	33,2%			
Claro	26,7%	26,7%	59,9%	26,7%
Algar	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
TIM	1,7%	1,7%	1,7%	34,9%
Copel	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Outras	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
<i>Brasil*</i>	40.760			
C4	97,3%	99,0%	99,0%	99,0%
HHI	3.030	5.334	4.803	3.143
ΔHHI		2.304	1.773	113

Fonte: Teleco, dados para o 4T/17. Elaboração e análise: GO Associados. Nota: (*) total de acessos.

QUADRO 14: CENÁRIOS CONCENTRAÇÃO EM TELEFONIA MÓVEL

Telefonia Móvel				
	Atual	Cenário Vivo+Oi	Cenário Claro+Oi	Cenário TIM+Oi
Vivo	31,7%	48,2%	31,7%	31,7%
Claro	25,0%	25,0%	41,4%	25,0%
TIM	24,8%	24,8%	24,8%	41,3%
Oi	16,5%			
Nextel	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Algar	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Sercomtel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
MVNO's	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
<i>Brasil**</i>	236.489			
C4	97,9%	99,1%	99,1%	99,1%
HHI	2.515	3.559	3.337	3.331
ΔHHI		1.044	822	817

Fonte: Teleco, dados para o 4T/17. Elaboração e análise: GO Associados. Nota: (**) total de celulares (Milhares).

QUADRO 15: CENÁRIOS CONCENTRAÇÃO EM BANDA LARGA FIXA

Banda Larga Fixa				
	Atual	Cenário Vivo+Oi	Cenário Claro+Oi	Cenário TIM+Oi
Claro	31,0%	31,0%	53,0%	31,0%
Vivo	26,5%	48,5%	26,5%	26,5%
Oi	22,0%			
Algar	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
TIM	1,4%	1,4%	1,4%	23,4%
Sky	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Sercomtel	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Outras	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
<i>Brasil***</i>	28.670			
C4	81,4%	82,8%	82,8%	82,8%
HHI	2.383	3.549	3.747	2.445
ΔHHI		1.166	1.364	62

Fonte: Teleco, dados para o 4T/17. Elaboração e análise: GO Associados. Nota: (***) Acessos Banda Larga Fixa das Operadoras (Milhares).

QUADRO 16: CENÁRIOS CONCENTRAÇÃO EM TV POR ASSINATURA

TV por Assinatura			
	Atual	Cenário Vivo+Oi	Cenário Claro+Oi
Grupo Claro	50,8%	50,8%	59,3%
Sky	30,0%	30,0%	30,0%
Vivo	8,9%	17,4%	8,9%
Oi	8,5%		
Nossa TV	0,7%	0,7%	0,7%
Algar	0,4%	0,4%	0,4%
Cabo	0,0%	0,0%	0,0%
Outros	0,7%	0,7%	0,7%
<i>Brasil</i>	17.857		
C4	98,2%	98,9%	98,9%
HHI	3.633	3.785	4.497
ΔHHI		151	864

Fonte: Teleco, dados para o 4T/17. Elaboração e análise: GO Associados. Notas: (*) Grupo Claro incluem acessos da Blue. (**) Vivo inclui acessos da GVT. (***) Não foram divulgados os dados de junho a setembro de 2017.

Assim, entendemos que a aquisição do controle da Oi por um investidor externo é melhor concorrencialmente do que por um dos *players* já estabelecido no mercado nacional, mantendo um cenário competitivo com quatro empresas fortes concorrendo no mercado.

Além disso, mesmo que não ocorra a venda da empresa, sua manutenção no mercado em um cenário de ausência de investimentos e conflitos internos, a torna um *player* cada vez menos competitivo que perderá espaço para seus concorrentes culminando por concentrar o mercado.

7 CONCLUSÕES

O objetivo deste Parecer foi analisar, de forma independente, os impactos socioeconômicos da homologação do plano de recuperação judicial da Oi da forma como foi realizado no dia 08 de janeiro desse ano.

A empresa de telefonia Oi foi pioneira na prestação de serviços convergentes no país e atualmente é a maior operadora de telefonia fixa do Brasil.

Em 20 de junho de 2016, a Oi entrou com um pedido de recuperação judicial de sete das empresas do grupo, o qual foi acolhido pela 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. O pedido visava preservar o caixa da companhia e suas operações, enquanto renegociava sua dívida, que totalizava R\$ 64 bilhões, com credores sem que isso comprometesse a companhia e os *stakeholders* a ela associados.

Após um ano e meio de negociações, discussões e versões preliminares do Plano de Recuperação Judiciais apresentadas ao juízo e criticadas por credores, o CEO da Companhia à época, o Sr. Marco Schroeder, renunciou ao cargo semanas antes da Assembleia Geral de Credores e foi substituído imediatamente pelo então diretor jurídico da Oi, Sr. Eurico Teles. Empoderado pelo Administrador Judicial como único responsável pela negociação, elaboração e apresentação de uma nova versão do PRJ, o novo CEO, em pouco mais de uma semana realizou todas as tratativas com credores e finalizou o plano a ser votado e, conseqüentemente aprovado, em AGC realizada no dia 20/12/2017. A mesma decisão do juízo que dá plenos poderes ao novo CEO anula qualquer possibilidade de envolvimento por parte do Conselho de Administração nas negociações ou mesmo na elaboração do Plano de Recuperação Judicial da Companhia.

Em resumo, o plano negociado, apresentado e aprovado por credores durante assembleia não foi sequer apresentado para conhecimento do Conselho, contrariando as diligências do Estatuto Social da Companhia. Dias após a assembleia, sem qualquer comunicação formal, o grupo de conselheiros tomou conhecimento sobre detalhes dos termos negociados apenas por intermédio da imprensa.

Em 08 de janeiro de 2018, o juiz Fernando Viana, da 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro, homologou o plano de recuperação judicial da Oi.

Porém, uma análise detalhada dos fatos indica que o plano de recuperação judicial da Oi como homologado apresenta uma série de irregularidades, com claro descumprimento das regras de governança em uma companhia de capital aberto.

Ao invés de ser realizada em acordo entre todos os *stakeholders*, toda a negociação, elaboração do Plano e sua apresentação em Assembleia foi conduzida unilateralmente pelo CEO, apoiada pela Direção Executiva, mas sem qualquer debate com o Conselho (eleito por acionistas), principal organismo responsável pelo acompanhamento estratégico da gestão da Companhia. O resultado é que os termos acordados e contemplados no PRJ trazem uma situação de evidente desequilíbrio, em benefício apenas dos credores, além de ferir a Governança, o Estatuto Social da Companhia e a Lei das S.A.

Os acionistas, que, de fato, investiram na viabilidade do negócio não puderam emitir opinião em detrimento de investidores que visualizaram interesse próprio. Além de investirem na viabilidade do negócio, os acionistas viram seu patrimônio evaporar nos últimos anos com a desvalorização da companhia. Contrário a isso, investidores especulativos tiveram todo o benefício e preferência na condução do PRJ.

A Companhia realizou um grande esforço em manifestações públicas na tentativa de tirar a legitimidade de qualquer manifestação de seus acionistas, inclusive por meio de assembleia geral ordinária devidamente convocada. O colegiado foi obrigado a se reunir em um outro estabelecimento, pois foi impedido de acessar as dependências da companhia da qual também são donos.

Assim, a homologação ocorreu em desacordo com o previsto na Lei das S.A. e na Lei de Recuperação Judicial. A falta de conformidade do plano com estas leis é demonstração de ausência de segurança jurídica no país e fere as boas práticas de governança corporativa. Como consequência, gera efeitos econômicos e concorrenciais danosos na medida em que afasta investidores externos e concentra o mercado.

O conjunto de malefícios do plano homologado tem como principal risco a geração de uma jurisprudência que venha a afetar o mercado de capitais e, por consequência, os investimentos no país, exatamente em um momento em que se requerem investimentos para a retomada do crescimento. Mais do que o futuro de uma empresa, são prejuízos que podem afetar a estabilidade legal do país como um todo e o crescimento econômico.

Como exemplo da importância dos investimentos no país, exercício realizado com base na matriz insumo-produto do IBGE, indica que, cada R\$ 1 bilhão investido para ampliação e melhorias do setor de telecomunicação, tem potencial de gerar aumento adicional na produção nacional, de forma indireta e pelo efeito-renda, de R\$ 2,1 bilhões, além de criar 31,5 mil vagas de emprego, expandir a massa salarial em cerca de R\$ 419,4 milhões e aumentar a arrecadação em R\$ 306,3 milhões.

A análise concorrencial indica que, devido à alta concentração dos mercados em questão, a aquisição do controle da Oi por um investidor externo é melhor concorrencialmente do que por um dos *players* já estabelecido no mercado nacional, mantendo um cenário competitivo com quatro empresas fortes concorrendo no mercado.

Mesmo que não ocorra a venda da empresa, sua manutenção no mercado em um cenário de ausência de investimentos e conflitos internos, a torna um *player* cada vez menos competitivo que perderá espaço para seus concorrentes culminando por concentrar o mercado.

Assim, apesar de a Oi atravessar uma complexa recuperação judicial, esta é uma empresa de capital aberto e deve seguir padrões de governança, como preconiza seu estatuto social, o que não foi feito.



Gesner Oliveira
CORECON/SP 22.475-8



Andréa Curi
CORECON/SP 31.574

REFERÊNCIAS

Guilhoto, J.J.M. e U. Sesso Filho (2005). *Estimação da Matriz Insumo-Produto a Partir de Dados Preliminares das Contas Nacionais*. Economia Aplicada. Vol. 9. N. 2. Abril-Junho. pp. 277-299.

Guilhoto, J.J.M., C.R. Azzoni, S.M. Ichihara, D.K. Kadota, E.A. Haddad (2010). *Matriz de Insumo-Produto do Nordeste e Estados: Metodologia e Resultados*. Fortaleza: Banco do Nordeste do Brasil. ISBN: 978.85.7791.110.3. 289 p.

Guilhoto, J.J.M., U.A. Sesso Filho (2010). *Estimação da Matriz Insumo-Produto Utilizando Dados Preliminares das Contas Nacionais: Aplicação e Análise de Indicadores Econômicos para o Brasil em 2005*. Economia & Tecnologia. UFPR/TECPAR. Ano 6, Vol 23, Out./Dez. ISSN 1809-080X.

Hiratuka, et al. (2009). *Importância Sócio-Econômica da Cadeia de Serviços de Saneamento Básico no Brasil*. Elaboração NEIT – IE / UNICAMP.

IBGC (2015a). *Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed.* / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2015. Disponível em: http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_web.pdf

IBGC (2015b). *Guia das Melhores Práticas de Governança para Cooperativas*. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2015. (Guias de Governança Corporativa). Disponível em: http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Publicacoes/GUIA_DAS_MELHORES_PRATICAS_DE_GOVERNANCA_PARA_COOPERATIVAS.pdf

RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA OI GERA INSEGURANÇA JURÍDICA NO PAÍS

*Por Gesner Oliveira

A empresa de telefonia Oi, pioneira na prestação de serviços convergentes no país e atualmente a maior operadora de telefonia fixa do Brasil, entrou com um pedido de recuperação judicial de sete das empresas do grupo em 20 de junho de 2016, o qual foi acolhido pela 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. O pedido visava preservar o caixa da companhia e suas operações, enquanto renegociava sua dívida, que totalizava R\$ 64 bilhões, com credores sem que isso comprometesse a companhia e os *stakeholders* associados.

Após um ano e meio de negociações, discussões e versões preliminares do Plano de Recuperação Judiciais apresentadas ao juízo e criticadas por credores, o CEO da Companhia à época, o Sr. Marco Schroeder, renunciou ao cargo semanas antes da Assembleia Geral de Credores e foi substituído imediatamente pelo então diretor jurídico da Oi, Sr. Eurico Teles. Empoderado pelo Administrador Judicial como único responsável pela negociação, elaboração e apresentação de uma nova versão do PRJ, o novo CEO, em pouco mais de uma semana realizou todas as tratativas com credores e finalizou o plano a ser votado e, conseqüentemente aprovado, em AGC realizada no dia 20/12/2017. A mesma decisão do juízo que dá plenos poderes ao novo CEO, anula qualquer possibilidade de envolvimento por parte do Conselho de Administração nas negociações ou mesmo na elaboração do Plano de Recuperação Judicial da Companhia.

Assim, o plano negociado, apresentado e aprovado por credores durante assembleia não foi sequer apresentado para conhecimento do Conselho, contrariando as diligências do Estatuto Social da Companhia. Dias após a assembleia, sem qualquer comunicação formal, o grupo de conselheiros tomou conhecimento sobre detalhes dos termos negociados apenas por intermédio da imprensa.

Trata-se de um caso exemplar que pode ser utilizado em qualquer curso de governança corporativa, ilustrando tudo aquilo que não deve ser feito em matéria de governança!

No entanto, em 08 de janeiro de 2018, o juiz Fernando Viana, da 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro, homologou o plano de recuperação judicial da Oi.

Porém, uma análise detalhada dos fatos indica que o plano de recuperação judicial da Oi como homologado apresenta uma série de irregularidades, com claro descumprimento das regras de governança em uma companhia de capital aberto.

Em vez de ser realizada em acordo entre todos os *stakeholders*, toda a negociação, elaboração do Plano e sua apresentação em Assembleia foi conduzida unilateralmente pelo CEO, apoiada pela Direção Executiva, mas sem qualquer debate com o Conselho, eleito por acionistas, principal organismo responsável pelo acompanhamento estratégico da gestão da Companhia. O resultado é que os termos acordados e contemplados no PRJ trazem uma situação de evidente desequilíbrio, em benefício apenas dos credores.

Os acionistas, que, de fato, investiram na viabilidade do negócio não puderam emitir opinião em detrimento de investidores que visualizaram interesse próprio. Os acionistas viram seu patrimônio evaporar nos últimos anos com a desvalorização da companhia. Contrário a isso, investidores especulativos tiveram todo o benefício e preferência na condução do PRJ.

A Companhia realizou um grande esforço em manifestações públicas na tentativa de tirar a legitimidade de qualquer manifestação de seus acionistas, inclusive por meio de assembleia geral ordinária devidamente convocada. O colegiado foi obrigado a se reunir em um outro estabelecimento, pois foi impedido de acessar as dependências da companhia da qual também são donos.

Dessa forma, a homologação ocorreu em desacordo com o previsto na Lei das S.A. e na Lei de Recuperação Judicial. A falta de conformidade do plano com estas leis é demonstração de ausência de segurança jurídica no país e fere as boas práticas de governança corporativa. Como consequência, gera efeitos econômicos e concorrenciais danosos, não apenas para os acionistas da Oi, mas para o conjunto da economia.

O conjunto de malefícios do plano homologado tem como principal risco a geração de uma jurisprudência que venha a afetar o mercado de capitais e, por consequência, os investimentos no país, exatamente em um momento em que se requerem investimentos para a retomada do crescimento. Mais do que o futuro de uma empresa, são prejuízos que podem afetar a estabilidade legal do país como um todo e o crescimento econômico.

Como exemplo da importância dos investimentos no país, exercício realizado com base na matriz insumo-produto do IBGE, indica que, cada R\$ 1 bilhão investido para ampliação e melhorias do setor de telecomunicação, tem potencial de gerar aumento adicional na produção nacional, de forma indireta e pelo efeito-renda, de R\$ 2,1 bilhões, além de criar 31,5 mil vagas de emprego, expandir a massa salarial em cerca de R\$ 419,4 milhões e aumentar a arrecadação em R\$ 306,3 milhões.

A análise concorrencial, por sua vez, indica que, devido à alta concentração dos mercados em questão, o melhor cenário concorrencial é: ou a manutenção da Oi como um *player* forte e competitivo ou sua aquisição por um investidor externo, que garantem o cenário competitivo atual.

Apesar de a Oi atravessar uma complexa recuperação judicial, esta é uma empresa de capital aberto e deve seguir padrões de governança, como preconiza seu estatuto social, o que não foi feito.

**Gesner Oliveira é professor da Fundação Getúlio Vargas em São Paulo. Obteve seu Ph.D em Economia pela Universidade da Califórnia/Berkeley, é mestre em Economia pela Unicamp e bacharel pela Universidade de São Paulo. Sócio da GO Associados, foi presidente da Sabesp (2007/10). Foi presidente do Cade (1996/00). Foi também Secretário de Acompanhamento Econômico (1995) e Secretário adjunto da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (1993/95). Realiza trabalhos de consultorias para os principais grupos privados e estatais em diversos setores. É*

conselheiro independente certificado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e conselheiro de diversas empresas e entidades.